

➤ **事件概述**：4 月 11 日，公司发布 2021 年年报：2021 年，公司实现营收 308.79 亿元，同比增长 33.62%；归母净利润 11.81 亿元，同比增长 267.67%；扣非归母净利润 10.83 亿元，同比增长 323.4%。2021Q4，公司实现营收 59.53 亿元，环比降 19.99%；归母净利润-11.66 亿元，扣非归母净利润-12.69 亿元，环比由盈转亏。

➤ **点评**：公司主要产品产销量上涨，毛利率维稳

① **量**：2021 年公司产品产销量同比提升。公司 2021 年钢产量 642 万吨，同比增加 2.65%，其中建材产品产量为 225 万吨，同比增长 4.3%，销售量为 226 万吨，同比增长 2.54%；板材产品产量为 311 万吨，同比增长 3.85%，销售量为 309.15 万吨，同比增长 2.63%。

② **价**：螺纹钢价格涨幅较高，总毛利率维持稳定。2021 年钢铁产品主要原材料铁矿石价格同比+49.06%，主焦煤价格同比+80.75%，焦炭价格+50.08%，废钢价格+29.69%。面对原材料大幅上涨的压力，公司核心围绕提升生产使用效率，坚定全流程深化成本削减工作，在新会计准则下总毛利率维持稳定。

➤ **未来核心看点**

① **2021 年新疆固定资产投资增速高于全国平均水平，钢铁需求潜力较大**。新疆作为西部开发重点地区，得益于正在集中释放的政策红利、稳定红利、疫情防控红利，固定资产投资增速明显高于全国平均水平，需求潜力较大。

② **疆内市场占有率高，区域龙头优势明显**。新疆地处内陆，交通运输条件较差。公司作为新疆最大的钢厂，具有明显的地域优势，产品在新疆及西北地区拥有较高的品牌认知度。2021 年 1-6 月，公司建材疆内市场占有率为 35.5%、板材达到 81%。

③ **股权激励助力公司长远发展**。公司发布 2021 年 A 股限制性股票激励计划，并对公司的净资产收益率、利润、EVA 做出要求，有利于吸引和留住优秀人才，充分调动核心骨干员工的积极性，为公司长远发展打下坚实的基础。

④ **收购控股股东子公司，实现最佳资源配置**。2021 年 12 月 21 日，公司完成收购新疆焦煤(集团) 有限责任公司、新疆八钢金属制品有限公司，延伸了八一钢铁产业链，并有利于公司将疆内资源利用价值最大化。

➤ **盈利预测与投资建议**：新疆钢铁需求潜力较大，公司区域龙头优势明显，同时深化产业链布局，业绩有望保持稳定增长。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润依次为 14.04/16.41/17.88 亿元，对应 4 月 12 日收盘价的 PE 为 8x、7x 和 6x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示**：原材料价格大幅波动，下游需求不及预期，新冠疫情持续影响。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	30,879	31,088	32,153	32,271
增长率(%)	33.6	0.7	3.4	0.4
归属母公司股东净利润(百万元)	1,181	1,404	1,641	1,788
增长率(%)	257.7	18.9	16.9	8.9
每股收益(元)	0.77	0.92	1.07	1.17
PE	9	8	7	6
PB	2.6	2.0	1.5	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 04 月 12 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

7.3 元


分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：孙二春

执业证号：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

目录

1 事件概述：公司公布 2021 年报	3
2 点评：公司产品产销量上涨，毛利率维稳	4
3 核心看点：新疆需求潜力较大，区域龙头优势明显	6
4 盈利预测与投资建议	8
4.1 盈利预测假设与业务拆分.....	8
4.2 估值分析与投资建议.....	9
5 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

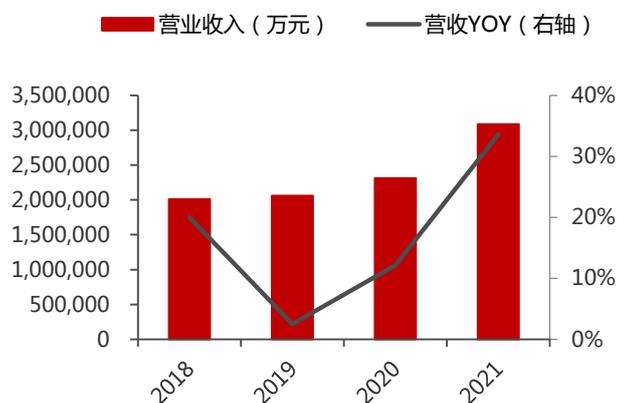
1 事件概述：公司公布 2021 年报

公司公布 2021 年年报：2021 年公司实现营收 308.79 亿元，同比增长 33.62%；归母净利润 11.81 亿元，同比增长 257.67%；扣非归母净利润 10.83 亿元，同比增长 323.39%。

分季度来看，2021Q4，公司实现营收 59.53 亿元，环比降 19.99%；归母净利润-11.66 亿元，扣非归母净利润-12.69 亿元，环比由盈转亏。

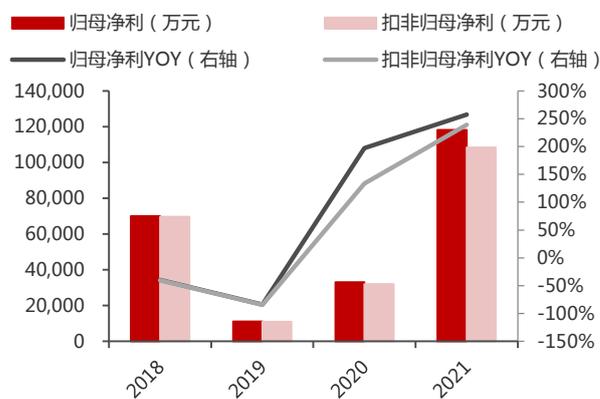
2022 年公司经营目标：铁产量 590 万吨；钢产量 625 万吨；材产量 600 万吨。

图 1：2021 年公司实现营收 308.79 亿元（调整后）



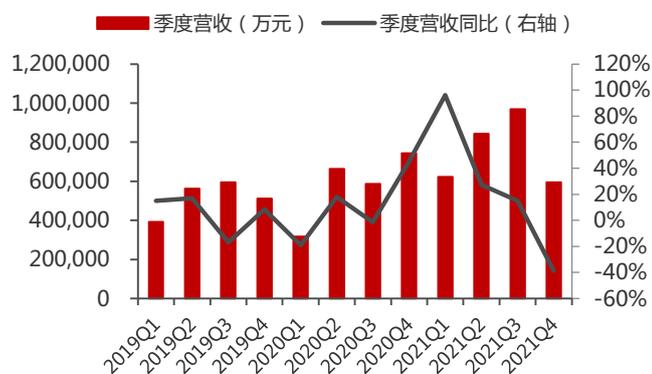
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年公司实现归母净利润 11.81 亿元（调整后）



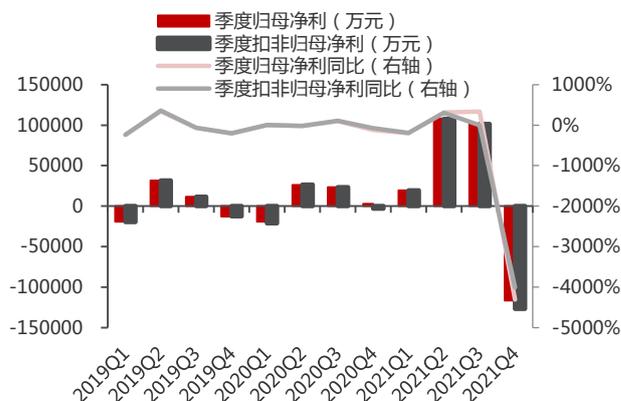
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4 公司实现营收 59.53 亿元（调整后）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4 公司实现归母净利润-11.66 亿元（调整后）



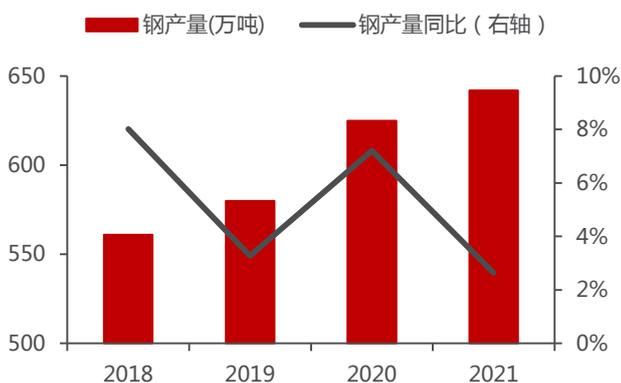
资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：公司产品产销量上涨，毛利率维稳

量：2021 年产品产量销量同比上升。公司 2021 年钢产量 642 万吨，同比增加 2.65%，其中建材产品产量为 225 万吨，同比增长 4.3%，销售量为 226 万吨，同比增长 2.54%；板材产品产量为 311 万吨，同比增长 3.85%，销售量为 309.15 万吨，同比增长 2.63%。

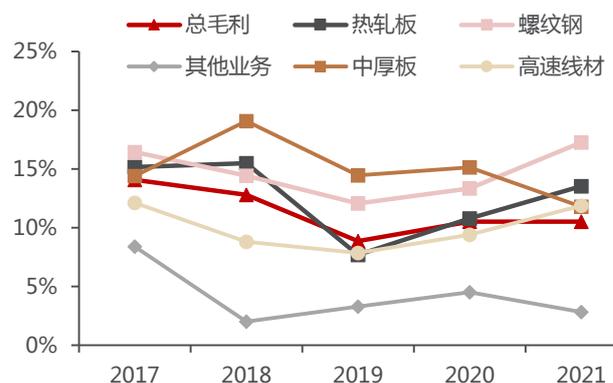
价：螺纹钢价格涨幅较高，总毛利率维持稳定。2021 年钢铁产品主要原材料铁矿石价格同比+49.06%，主焦煤价格同比+80.75%，焦炭价格+50.08%，废钢价格+29.69%。面对原材料大幅上涨的压力，公司核心围绕提升生产使用效率，坚定全流程深化成本削减工作，同时叠加运费并入营业成本的影响，总毛利率保持稳定。

图 5：公司 2021 年产品产量小幅增加



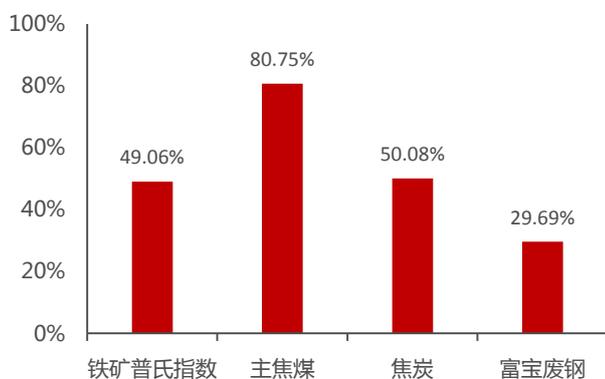
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2021 年分产品毛利率（单位：%）



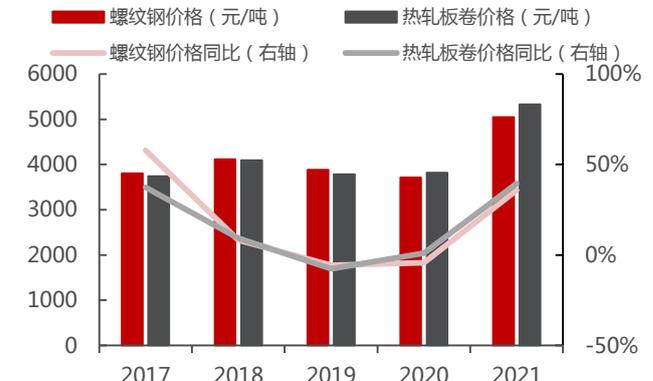
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2021 年原料价格涨幅明显



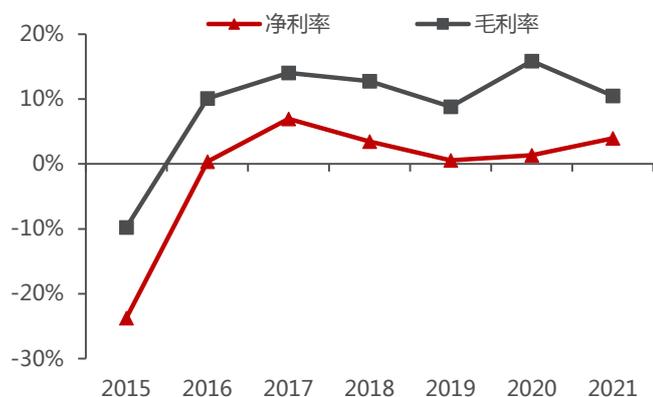
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2021 年钢价市场价格走高



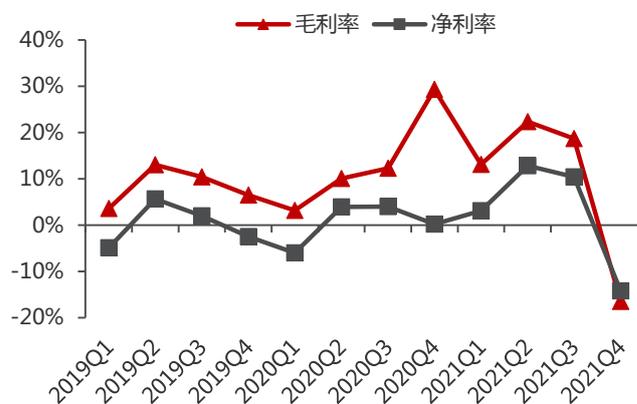
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021 年毛利率保持稳定



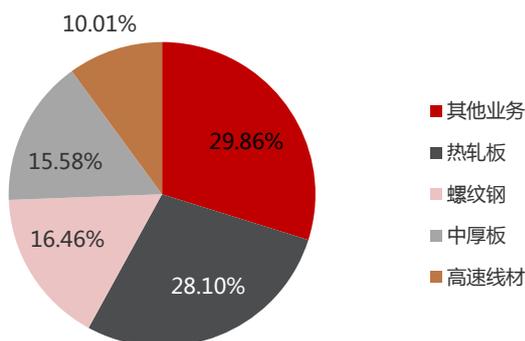
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：公司分季度毛利率变化



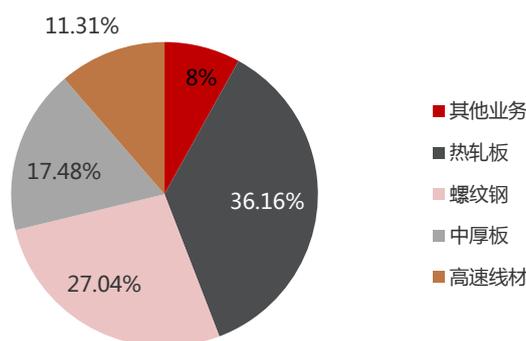
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2021 年公司分产品营收占比 (单位：%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021 年公司分产品毛利占比 (单位：%)

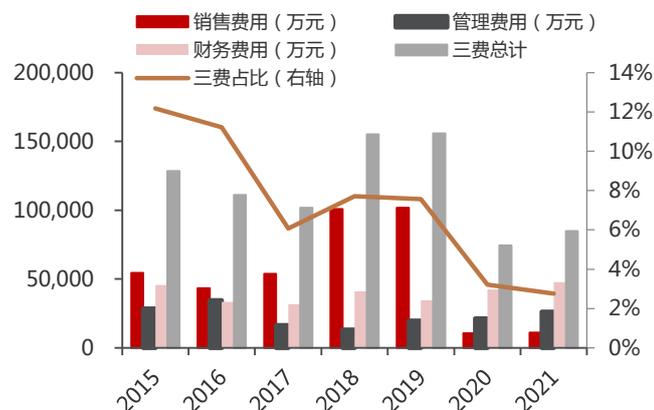


资料来源：wind，民生证券研究院

期间费用同比增加 14.2%。公司 2021 年调整后期间费用同比增加 14.2%至 8.50 亿元，占营收比重 2.75%。其中，销售费用增加 5.5%至 1.11 亿元，主要由于执行新准则带来的影响；而因公司同期疫情期间社保减免的影响，管理费用增加 22.83%至 2.61 亿元；财务费用增加 12.17%至 4.77 亿元，主要是因为融资费用的增加及新租赁准则的影响。

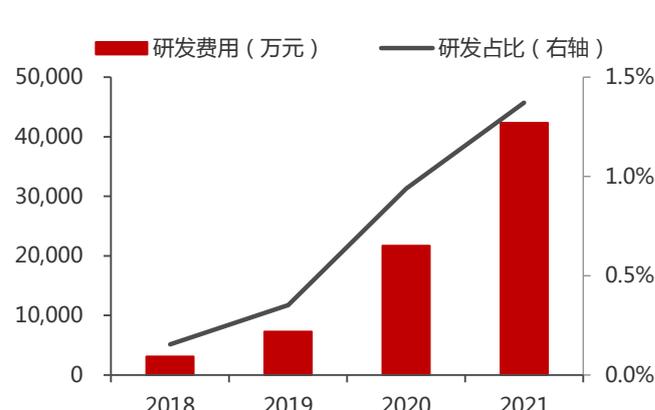
公司持续推动低碳项目研发，研发费用大幅度上升。公司 2021 年紧紧围绕低碳绿色冶炼中心工作任务，加快低碳冶金重点项目攻关，科技创新成果丰硕。研发投入呈现大幅度上涨趋势，为 4.24 亿元，同比增长 95.21%。

图 13：2021 年公司期间费用率(调整后)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2021 年公司研发费用上升



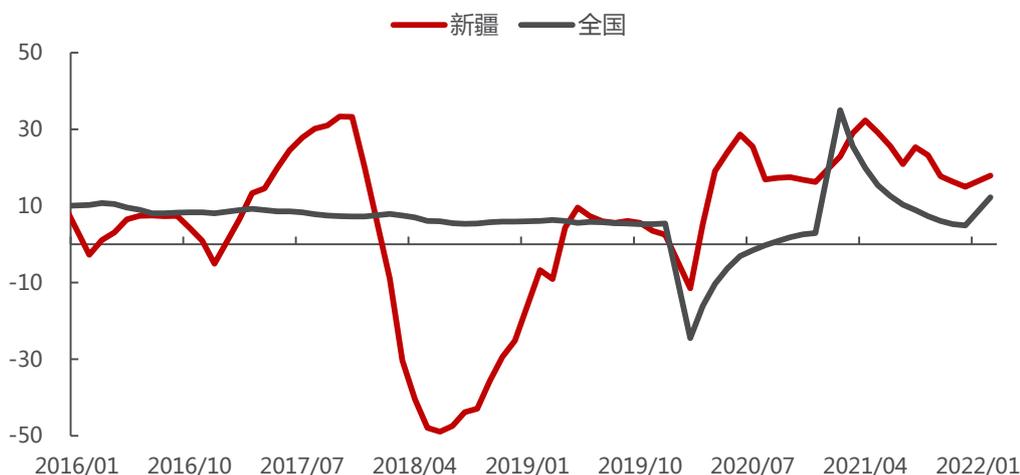
资料来源：wind，民生证券研究院

毛利下滑，减值损失导致 2021Q4 业绩下滑。2021Q4，公司归母净利润-11.66 亿元，环比下降 4306.46%；扣非归母净利润-12.69 亿元，环比下降 4011.88%。环比来看，由于需求疲软，钢材价格回落，叠加原材料成本回升，运费并入营业成本，导致 2021Q4 公司毛利及毛利率环比大幅下滑。此外，减值损失、营业外收支、管理费用、财务费用以及少数股东损益共同拖累 2021Q4 业绩。

3 核心看点：新疆需求潜力较大，区域龙头优势明显

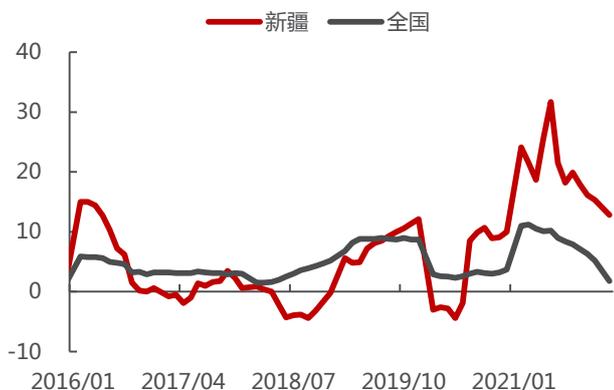
2021 年新疆固定资产投资增速高于全国平均水平，钢铁需求潜力较大。新疆作为西部开发重点地区，得益于正在集中释放的政策红利、稳定红利和疫情防控红利，2021 年新疆固定资产投资增速明显高于全国平均水平。其中，2021 年新疆房屋施工和销售面积累计同比分别为 15.3%和 20.2%，均高于全国平均水平。

图 15：固定资产投资完成额累计同比 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：房屋施工面积累计同比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：房屋销售面积累计同比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

疆内市场占有率高，区域龙头优势明显。作为新疆最大的钢厂，公司拥有完整优质的炼铁、炼钢及轧钢生产系统，具备年产 700 万吨铁、730 万吨钢、770 万吨材的生产能力。公司的核心销售区域在西北地区，而新疆地处内陆，交通运输条件较差，使得公司具有明显的地域优势，产品在新疆及西北地区拥有较高的品牌认知度。2021 年 1-6 月，公司建材疆内市场占有率为 35.5%、板材疆内市场占有率达到 81%。

股权激励助力公司长远发展。公司发布 2021 年 A 股限制性股票激励计划(草案)摘要公告，股票数量不超过 2297.2 万股，约占公司股本总额 1.5%，一次性授予不预留，股票来源为公司定向发行的 A 股普通股。本计划激励对象不超过 256 人，包括公司董事、高层管理人员、中层管理人员、核心技术业务技能人员和其他骨干员工等。股权激励计划有助于公司进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动核心骨干员工的积极性。

表 1：公司股权激励计划

首次授予			
激励对象	本计划激励对象不超过 256 人，包括公司董事、高层管理人员、中层 管理人员、核心技术业务技能人员和其他骨干员工等		
股票来源	定向发行的公司 A 股普通股		
授予日	拟 2022 年 2 月		
授予价格	3.28 元/股		
授予数量	2297.2 万股		
占股本总额的比例	1.5%		
解除限售安排	业绩考核条件	解除限售时间	解除限售比例
第一个解除限售期	2022 年净资产收益率不低于 13%,且不低于对标企业 75 分位值;以 2020 年为基准年度, 2022 年利润总额(扣除非经常性损益)复合增长率不低于 65%, 且不低于对标企业 75 分位值;2022 年完成公司董事会制定的年度 EVA 考核目标, 同时, EVA 改善值(较 2020 年)不低于 4.71 亿。	自授予完成登记之日起 24 个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止。	33%

第二个解除限售期	2023年净资产收益率不低于14%,且不低于对标企业75分位值;以2020年为基准年度,2023年利润总额(扣除非经常性损益)复合增长率不低于50%,且不低于对标企业75分位值;2023年完成公司董事会制定的年度EVA考核目标,同时,EVA改善值(较2020年)不低于5.92亿。	自授予完成登记之日起36个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起48个月内的最后一个交易日当日止。	33%
第三个解除限售期	2024年净资产收益率不低于15%,且不低于对标企业75分位值;以2020年为基准年度,2024年利润总额(扣除非经常性损益)复合增长率不低于40%,且不低于对标企业75分位值;2024年完成公司董事会制定的年度EVA考核目标,同时,EVA改善值(较2020年)不低于7.39亿。	自授予完成登记之日起48个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起60个月内的最后一个交易日当日止。	34%

资料来源:公司公告,民生证券研究院整理

收购控股股东子公司,实现最佳资源配置。2021年11月16日,公司与控股股东宝钢集团新疆八一钢铁有限公司签署《新疆八一钢铁股份有限公司支付现金购买资产之协议书》,以自有资金向控股股东收购其全资子公司新疆焦煤(集团)有限责任公司、新疆八钢金属制品有限公司的100%股权,并于2021年12月21日收购完成。两家公司2021年分别实现净利润0.14和1.05亿元。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们预计公司2022-24年营业收入分别为310.88、321.53、322.71亿元,同比增速分别为0.68%、3.42%、0.37%。具体拆分来看,八一钢铁收入主要为板材、建材及其他业务:

- (1) **板材方面**,由于钢材供给端产能受限,预计钢价将持续保持坚挺,且结合公司运营计划预计板材产量将持续增加,我们预计板材营业收入2022-24年分别为140.89、144.62、146.28亿元,同比增速分别为4.47%、2.65%、1.15%。
- (2) **建材方面**,由于钢材供给端产能受限,预计钢价将持续保持坚挺,但结合公司运营计划预计建材产量或有回落,我们预计建材营业收入2022-24年分别为65、66.91、65.43亿元,同比增速分别为-20.48%、2.94%、-2.21%。
- (3) **其他营收方面**,同样由于钢材价格坚挺,以及子公司焦煤价格强势且产能逐步释放,我们预计其他板块营收2022-24年分别为105、110和111亿元,同比分别增长13.89%、4.76%和0.91%。

从毛利率角度看,假设由于铁矿等原材料价格疲软,我们预计公司的整体毛利率将呈现上升的趋势,预计2022-24年毛利率分别为10.64%、11.2%和11.53%。

毛利率的提升主要受益于铁矿等原材料价格疲软,而钢材价格相对坚挺,预计公司主营业务板材 2022-24 年毛利率分别为 13.77%、14.19%和 14.40%;建材板块 2022-24 年毛利率分别为 15.26%、16.09%和 15.96%;其他板块得益于焦煤价格的坚挺,预计 2022-24 年毛利率分别为 3.58%、4.28%和 5.14%

表 2：公司营业收入测算

	2021A	2022E	2023E	2024E
板材销量(万吨)	309.15	328.99	330.00	340.00
单价(元/吨)	4362.42	4282.42	4382.42	4302.42
板材收入(亿元)	134.86	140.89	144.62	146.28
建材销量(万吨)	226	184.83	185	185
单价(元/吨)	3616.63	3516.63	3616.63	3536.63
建材收入(亿元)	81.74	65	66.91	65.43
其他收入(亿元)	92.19	105	110	111
总收入(亿元)	308.79	310.88	321.53	322.71
增速	33.62%	0.68%	3.42%	0.37%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

(注：2021 年单价由当年度“收入/销量”测算，22E-24E 为假设值)

4.2 估值分析与投资建议

根据公司的业务属性，我们选择同为钢铁行业的鞍钢股份和方大特钢作为可比公司，截至 2022 年 4 月 12 日收盘数据，可比公司对应 2022-24 年平均 PE 分别为 5x、5x 和 4x，EPS 平均 CAGR 为 11.18%。新疆钢铁需求潜力较大，公司区域龙头优势明显，同时深化产业链布局，业绩有望保持稳定增长。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润依次为 14.04/16.41/17.88 亿元，对应 4 月 12 日收盘价的 PE 为 8x、7x 和 6x，同时对应 EPS 的 CAGR 为 14.81%，高于可比公司平均水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 3：重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				CAGR	PE (倍)				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	
000898.SZ	鞍钢股份	3.68	0.74	0.84	0.91	1.02	11.29%	5	4	4	4	推荐
600507.SH	方大特钢	8.6	1.27	1.42	1.59	1.74	11.07%	7	6	5	5	推荐
	均值						11.18%	6	5	5	4	
600581.SH	八一钢铁	7.3	0.77	0.92	1.07	1.17	14.81%	9	8	7	6	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

(注：股价为 2022 年 4 月 12 日收盘价)

5 风险提示

1) 原材料价格大幅波动。铁矿石、焦炭、废钢等原料价格高位波动，工业用电价格上涨，钢铁企业成本压力增大，挤压行业利润。

2) 下游需求不及预期。钢铁行业的发展与宏观经济的运行情况高度相关。国内经济消费和投资恢复迟缓，输入性通胀压力加大，经济转型调整压力仍在，下游发展增速不达预期从而影响行业需求。

3) 新冠疫情持续影响。疫情防控形势严峻复杂，疫情防控难度加大，给公司的生产经营管理等事项带来一定的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	30,879	31,088	32,153	32,271
营业成本	27,635	27,780	28,553	28,550
营业税金及附加	210	211	209	194
销售费用	112	115	118	119
管理费用	261	270	277	279
研发费用	424	404	426	420
EBIT	1,929	2,307	2,570	2,710
财务费用	477	491	575	565
资产减值损失	-345	-82	-14	-3
投资收益	33	16	22	26
营业利润	1,476	1,765	2,027	2,187
营业外收支	-44	-35	-15	5
利润总额	1,432	1,730	2,012	2,192
所得税	211	272	309	337
净利润	1,221	1,458	1,702	1,855
归属于母公司净利润	1,181	1,404	1,641	1,788
EBITDA	3,054	4,090	4,406	4,581

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,206	718	1,088	1,375
应收账款及票据	745	818	825	834
预付款项	1,540	1,763	1,739	1,763
存货	4,467	4,506	4,626	4,627
其他流动资产	1,390	1,588	1,633	1,651
流动资产合计	9,349	9,393	9,910	10,250
长期股权投资	202	304	371	455
固定资产	17,060	19,585	20,469	20,806
无形资产	1,108	1,654	2,471	3,153
非流动资产合计	21,822	26,131	27,890	29,429
资产合计	31,171	35,525	37,800	39,679
短期借款	6,249	8,884	9,526	9,632
应付账款及票据	12,529	12,963	13,198	13,238
其他流动负债	3,842	3,432	3,640	3,918
流动负债合计	22,620	25,279	26,364	26,788
长期借款	211	1,111	1,011	1,011
其他长期负债	3,945	3,280	2,870	2,470
非流动负债合计	4,156	4,390	3,880	3,480
负债合计	26,776	29,670	30,244	30,268
股本	1,533	1,533	1,533	1,533
少数股东权益	127	181	242	309
股东权益合计	4,395	5,855	7,556	9,411
负债和股东权益合计	31,171	35,525	37,800	39,679

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	33.62	0.68	3.42	0.37
EBIT 增长率	132.50	19.61	11.39	5.43
净利润增长率	257.67	18.86	16.91	8.90
盈利能力 (%)				
毛利率	10.50	10.64	11.20	11.53
净利润率	3.96	4.69	5.29	5.75
总资产收益率 ROA	3.79	3.95	4.34	4.50
净资产收益率 ROE	27.67	24.74	22.44	19.64
偿债能力				
流动比率	0.41	0.37	0.38	0.38
速动比率	0.15	0.12	0.13	0.14
现金比率	0.05	0.03	0.04	0.05
资产负债率 (%)	85.90	83.52	80.01	76.28
经营效率				
应收账款周转天数	4.12	3.56	3.74	3.68
存货周转天数	59.00	59.21	59.14	59.16
总资产周转率	0.99	0.88	0.85	0.81
每股指标 (元)				
每股收益	0.77	0.92	1.07	1.17
每股净资产	2.78	3.70	4.77	5.94
每股经营现金流	0.14	2.75	2.81	2.86
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	9	8	7	6
PB	2.6	2.0	1.5	1.2
EV/EBITDA	6.42	5.57	5.19	4.98
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,221	1,458	1,702	1,855
折旧和摊销	1,125	1,783	1,836	1,871
营运资金变动	-2,790	342	197	66
经营活动现金流	220	4,217	4,309	4,377
资本开支	-189	-6,127	-3,300	-3,334
投资	-1,827	-116	-73	-95
投资活动现金流	-2,005	-6,228	-3,581	-3,393
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-137	2,078	242	-94
筹资活动现金流	468	1,523	-359	-697
现金净流量	-1,317	-488	369	287

插图目录

图 1：2021 年公司实现营收 308.79 亿元（调整后）	3
图 2：2021 年公司实现归母净利润 11.81 亿元（调整后）	3
图 3：2021Q4 公司实现营收 59.53 亿元（调整后）	3
图 4：2021Q4 公司实现归母净利润-11.66 亿元（调整后）	3
图 5：公司 2021 年产品产量小幅增加	4
图 6：2021 年分产品毛利率（单位：%）	4
图 7：2021 年原料价格涨幅明显	4
图 8：2021 年钢价市场价格走高	4
图 9：2021 年毛利率保持稳定	5
图 10：公司分季度毛利率变化	5
图 11：2021 年公司分产品营收占比（单位：%）	5
图 12：2021 年公司分产品毛利占比（单位：%）	5
图 13：2021 年公司期间费用率(调整后)	6
图 14：2021 年公司研发费用上升	6
图 15：固定资产投资完成额累计同比（%）	6
图 16：房屋施工面积累计同比（%）	7
图 17：房屋销售面积累计同比（%）	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司股权激励计划	7
表 2：公司营业收入测算	9
表 3：重点公司盈利预测、估值与评级	9
公司财务报表数据预测汇总	11

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001